

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan VBT Yazılım A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

VBT Yazılım A.Ş. Halka Arz Bilgileri

VBT Yazılım A.Ş.	
Borsa Kodu	VBTYZ
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	5-6 Temmuz 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	20.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Ortak Satışı	2.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	26.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,77%
Talep Toplama Fiyatı	12,48 TL
Halka Arz Büyüklüğü	99.840.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	249.600.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	324.480.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	16,55
F/K 2021Ç1	14,98
FD/FAVÖK 2020	9,51
FD/FAVÖK 2021Ç1	9,78
PD/DD 2020	5,79

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	21,52
FD/FAVÖK 2020	9,51
PD/DD 2020	2,75

Özet Bilgi

- VBT Yazılım, 1993 yılında kuruluşundan itibaren yazılım, bilgi teknolojileri ve danışmanlık alanlarında hizmet vermektedir. Merkez olarak İstanbul idari ve AR-GE merkezi ofisleri, Ankara ve Adana şube ofislerinde teknoloji ve AR-GE faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Şirket ürettiği yazılımları ve müşterilerine sunduğu sistem çözümleri ile sektörde faaliyet göstermektedir. Yazılım çözümleri; İK yazılımı, ABYS yazılımı, e-dönüşüm yazılımı, kamu yazılımları ve kurumsal yazılım çözümleri, Sistem Çözümleri ise; mainframe yazılımları, analitik çözümleri, ITSM çözümleri izleme çözümleri ve otomasyon çözümleridir.
- Şirket, son yıllarda Ar-Ge çalışmalarına büyük ağırlık vererek, Yapay Zeka, Makine Öğrenmesi, Doğal Dil İşleme ve IoT gibi alanlarda geliştirdiği inovatif yazılım ve projelerle, Türkiye’de önde gelen kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile uluslararası arenada dünya devi firmalarla aktif ve etkili bir şekilde çalışmaktadır.
- Şirket, finans sektöründeki tecrübelerini kullanarak e-dönüşüm (e-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv, e-smmm) projelerini geliştirmiş ve e-dönüşüm özel entegratörleri arasına girmiştir. Özellikle finans alanındaki müşterilerin ihtiyacına yönelik, elektronik fatura, elektronik serbest meslek makbuzu gibi regülasyon değişikliklerinin de müşteriyi kullanıma zorunlu tuttuğu teknolojilerin hizmet sağlayıcısıdır.
- VBT Yazılım, Hibe ve Proje Danışmanlığı, Yazılım Süreci Danışmanlığı, Sistem ve Altyapı yönetimi alanında kamu ve özel sektöre danışmanlık hizmeti vermektedir. TÜBİTAK, KOSGEB, ITEA3 ve AB HORIZON 2020 projelerinde araştırma ve geliştirme odaklı olarak aktif katkı sağlayıcıdır.
- VBT Yazılım, bilgi teknolojileri, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır:
 1. Kurumsal Çözümler ve Profesyonel Hizmetler
 2. Ürün Geliştirme ve Ar-Ge Çalışmaları
 3. Anahtar Teslim Yazılım Geliştirme Hizmetleri
 4. Anahtar Teslim Sistem ve Altyapı Projeleri
 5. Teknolojik Ürün Satışı
- VBT Yazılım, tüm faaliyet süreçlerini ISO kalite standartlarına uygun ve denetimli bir şekilde sürdürmektedir. Özellikle kamu ve özel sektörde kapsamlı ihtiyaçlara cevap verebilecek uzmanlıkta kadrosu ile sektörel olarak Bankacılık, Finans, Sigortacılık, Hava Taşımacılığı, Üretim, Sağlık ve Savunma Sanayi alanlarında geliştirdiği uçtan uca projelerle hizmet vermektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesi: %25
- Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması: %20
- Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma (Yurtiçi ve Yurtdışı): %40
- İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması: %15

Ortaklık Yapısı

VBT Yazılım Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Biol Başaran	A	1.000.000	5,00%	1.000.000	3,85%
	B	13.200.000	66,00%	11.200.000	43,08%
İpek Canan Başaran	B	2.000.000	10,00%	2.000.000	7,69%
Diğer	B	3.800.000	19,00%	3.800.000	14,62%
Halka Açık Kısım			0,00%	8.000.000	30,77%
Toplam		20.000.000	100,0%	26.000.000	100,0%

Mali Tablolar

VBT Yazılım Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	57.782.746	64.201.583	104.415.287
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.497.712	24.063.997	75.739.812
Ticari Alacaklar	38.772.618	22.225.590	7.165.775
Diğer Alacaklar	2.329.271	1.119.869	1.089.211
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	1.926.906	569.023	569.023
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	402.365	550.846	520.188
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	265.032		4.804.188
Stoklar	158.505	1.598.117	4.347.659
Peşin Ödenmiş Giderler	9.744.941	14.378.394	10.645.420
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	304.107	243.817	243.960
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	9.440.834	14.134.577	10.401.460
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	14.667	80.035	
Diğer Dönen Varlıklar		735.581	623.222
Duran Varlıklar	12.231.681	14.420.117	20.171.054
Ticari Alacaklar	512.527		
Diğer Alacaklar	2.500	2.500	2.500
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar			18.786
Maddi Duran Varlıklar	1.031.256	1.473.354	1.814.359
<i>Binalar</i>		74.480	290.224
<i>Taşıtlar</i>	623.284	604.838	642.805
<i>Mobilya ve Demirbaşlar</i>	374.652	712.938	796.274
<i>Özel Maliyetler</i>	33.320	81.098	85.056
Kullanım Hakkı Varlıkları	973.986	710.485	587.732
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.873.269	7.383.954	16.117.052
<i>Lisanslar</i>		12.778	9.822
<i>Aktifleştirilen Geliştirme Maliyetleri</i>	2.873.269	7.371.176	16.107.230
Peşin Ödenmiş Giderler	6.693.169	4.849.824	1.630.625
Ertelenmiş Vergi Varlığı	144.974		
TOPLAM VARLIKLAR	70.014.427	78.621.700	124.586.341

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	42.350.582	41.431.120	71.965.203
Kısa Vadeli Borçlanmalar	550.000	2.169.501	
<i>İlişkili Olmayan Taraf. Kısa Vadeli Borç.</i>	550.000	2.169.501	
<i>Banka Kredileri</i>	550.000	2.169.501	
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	315.134	1.132.324	5.201.303
<i>İlişkili Olmayan Taraf. Uzun Vad. Borç. Kısa Vad.</i>	315.134	1.132.324	5.201.303
<i>Banka Kredileri</i>	68.536	877.632	4.858.033
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	246.598	254.692	343.270
Diğer Finansal Yükümlülükler	31.646	206.934	60.521
<i>Diğer Muhtelif Finansal Yükümlülükler</i>	31.646	206.934	60.521
Ticari Borçlar	27.451.752	24.900.462	47.286.631
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	27.451.752	24.900.462	47.286.631
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	581.335	929.715	992.240
Diğer Borçlar	2.936.688	5.384.747	3.016.839
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	80.000	3.313.335	75.710
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	2.856.688	2.071.412	2.941.129
Müşteri Söz. Doğan Yükümlülükler	9.712.551	5.840.681	13.291.024
<i>Mal ve Hizmet Sat. Doğan Söz. Yük.</i>	9.712.551	5.840.681	13.291.024
Devlet Teşvik ve Yardımları	44.148	44.148	44.148
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			1.193.063
Kısa Vadeli Karşılıklar	569.876	822.608	865.854
<i>Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karş.</i>	569.876	822.608	865.854
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	157.452		13.580
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vad. Karş.</i>	157.452		13.580
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.513.132	9.345.584	9.483.830
Uzun Vadeli Borçlanmalar	952.712	2.029.760	4.565.189
<i>İlişkili Olmayan Taraf. Uzun Vad. Borç.</i>	952.712	2.029.760	4.565.189
<i>Banka Kredileri</i>	7.137	1.338.878	4.096.261
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	945.575	690.882	468.928
Müşteri Söz. Doğan Yükümlülükler	6.588.154	4.410.975	1.044.423
<i>Mal ve Hizmet Sat. Doğan Söz. Yük.</i>	6.588.154	4.410.975	1.044.423
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	264.888	242.814	198.666
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.707.378	2.023.079	2.499.646
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vad. Karş.</i>	1.707.378	2.023.079	2.499.646
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		638.956	1.175.906
Toplam Yükümlülükler	51.863.714	50.776.704	81.449.033
Özkaynaklar	18.150.713	27.844.996	43.137.308
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	18.150.713	27.844.996	43.137.308
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	20.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. K	-761.620	-525.158	-313.192
<i>Yeniden Değerleme ve Ölç. Kazançları (Kay.)</i>	-761.620	-525.158	-313.192
<i>Tan. Fayda Plan. Yen. Ölç. Kazançları (Kay.)</i>	-761.620	-525.158	-313.192
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	687.715	1.034.552	1.774.852
<i>Yasal Yedekler</i>	687.715	1.034.552	1.774.852
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	1.943.883	7.862.526	6.595.302
Net Dönem Karı veya Zararı	6.280.735	9.473.076	15.080.346
TOPLAM KAYNAKLAR	70.014.427	78.621.700	124.586.341

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

VBT Yazılım Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/03	2021/03	Son 4Ç
Hasılat	88.621.067	95.420.430	130.017.611	24.031.218	32.303.501	138.289.894
Yıllık Değişim		7,7%	36,3%		34,4%	
Satışların Maliyeti (-)	-74.027.354	-75.077.739	-104.982.161	-21.604.391	-26.514.622	-109.892.392
Yıllık Değişim		1,4%	39,8%		22,7%	
Brüt Kar (Zarar)	14.593.713	20.342.691	25.035.450	2.426.827	5.788.879	28.397.502
Yıllık Değişim		39,4%	23,1%		138,5%	
Brüt Kar Marjı	16,5%	21,3%	19,3%	10,1%	17,9%	20,5%
Genel Yönetim Giderleri	-3.616.522	-3.598.317	-4.344.862	-884.477	-1.074.151	-4.534.536
Pazarlama Giderleri	-329.391	-775.932	-76.129	-32.249	-217.818	-261.698
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-4.884.384	-6.476.819	-8.255.533	-2.218.947	-3.709.790	-9.746.376
Faaliyet Karı	5.763.416	9.491.623	12.358.926	-708.846	787.120	13.854.892
Yıllık Değişim		64,7%	30,2%		-211,0%	
Faaliyet Kar Marjı	6,5%	9,9%	9,5%	-2,9%	2,4%	10,0%
Amortisman	628.290	886.517	1.497.957	283.661	766.162	
FAVÖK1	6.391.706	10.378.140	13.856.883	-425.185	1.553.282	15.835.350
Yıllık Değişim		62,4%	33,5%		-465,3%	
FAVÖK1 Marjı	7,2%	10,9%	10,7%	-1,8%	4,8%	11,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.384.273	2.676.645	6.908.373	1.336.954	999.872	6.571.291
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-5.230.993	-2.257.078	-1.447.640	-334.837	-2.511.680	-3.624.483
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	2.916.696	9.911.190	17.819.659	293.271	-724.688	16.801.700
Yıllık Değişim		239,8%	79,8%		-347,1%	
FAVÖK2	3.544.986	10.797.707	19.317.616	576.932	41.474	18.782.158
Yıllık Değişim		204,6%	78,9%		-92,8%	
FAVÖK2 Marjı	4,0%	11,3%	14,9%	2,4%	0,1%	13,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	145.317		4.257			4.257
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Karlarından (Zar.) Paylar			15.786		-3.175	12.611
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faal. Karı (Zararı)	3.062.013	9.911.190	17.839.702	293.271	-727.863	16.818.568
Finansman Gelirleri	5.068.116	2.666.002	5.929.758	1.311.574	3.988.517	8.606.701
Finansman Giderleri (-)	-1.588.455	-2.386.881	-6.804.838	-332.732	-486.973	-6.959.079
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı (Zararı)	6.541.674	10.190.311	16.964.622	1.272.113	2.773.681	18.466.190
Sürdürülen Faal. Vergi (Gideri) Geliri	-260.939	-717.235	-1.884.276	219.912	298.190	-1.805.998
Dönem Vergi (Gideri) Geliri			-1.400.317		-378.023	-1.778.340
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-260.939	-717.235	-483.959	219.912	676.213	-27.658
Dönem Karı (Zararı)	6.280.735	9.473.076	15.080.346	1.492.025	3.071.871	16.660.192

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Metro Yatırım, VBT Yazılım'ın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA değeri %60 ve çarpan değeri %40 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. VBT Yazılım özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Metro Yatırım tarafından VBT Yazılım'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Ana Pazar ve Bilişim Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte yurt dışı benzer şirket çarpan analizinin de yapılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Metro Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net nakit, 2020 yılı net kar ve 2020 FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

Ana Pazar Çarpan Analizi

- Ana Pazar çarpan analizinde, VBT Yazılım'ın faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü şirketleri hariç tutularak BİST Ana Pazar şirketlerinin 08.06.2021 tarihli verileriyle hesaplama yapılmıştır.

BİST Ana Pazar	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
Medyan	14,62	23,82	3,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bilişim Sektörü Çarpan Analizi

- Bilişim Sektörü şirketleri, VBT Yazılım'ın faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için hesaplamada kullanılmıştır. Ayrıca Bilişim sektöründe yer alan ESCOM'a ait çarpanlar aşırı uç kabul edilmiş ve değerlemeyi yukarı yönde etkileyen bu şirketin çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiş olup tarafımızca makuldür.

Şirketler	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
ALCTL	5,015	10766,23	0,54
ARDYZ	14,36	15,44	8,15
ARENA	8,94	25,34	0,3
ARMDA	17,31	52,93	0,41
DESPC	14,63	14,12	0,46
DGATE	9,49	16,45	0,23
ESCOM**	179,7	9,16	949,62
FONET	15,59	18,2	8,06
İNDES	3,32	8,23	0,09
KAREL	8,62	12,97	1,92
KFEIN	10,79	24,61	2,59
KRONT	80,89	59,19	13,29
LINK	24,00	26,11	15,88
LOGO	15,48	24,07	5,93
MTRKS	15,17	29,41	4,91
NETAS	19,47		4,00
PAPIL	226,26	38,77	15,39
PENTA	38,54	71,94	2,73
PKART	16,80	33,59	1,11
SMART	9,92	40,65	6,49
Medyan	15,59	26,11	2,59

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak FD/FAVÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarıyla hesaplanan Ana Pazar ve Bilişim Sektörü şirketleri çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 391.500.248 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
Ana Pazar	348.401.525	359.138.440	478.068.626
Bilişim Sektörü	366.986.650	393.747.834	402.658.411
Ortalama Şirket Değeri	357.694.088	376.443.137	440.363.519
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	391.500.248		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2025 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 5 yıllık projeksiyon döneminde yıllık % 20 oranında ciro artışı gerçekleşeceği tahmini değerlendirilmiştir.
- **Satışların Maliyeti:** Maliyetlerin satışlara oranı 2018 yılında %83,53, 2019 yılında %78,68, 2020 yılında ise %80,74 seviyesinde olup 2021 yılı için bu oran % 79,73 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde bu yüzdenin kademeli olarak azalarak 2025 yılında %78,39 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- **Faaliyet Giderleri:** 2021-2025 arası faaliyet giderlerinin satışlara oranının %7,34'ten kademeli olarak %4,81'e gerileceği öngörülmüştür.
- **İşletme Sermayesi:** Şirketin net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2019-2020 yıllarından hareket edilmiş olup, 2021-2025 arasında ortalama tahsilat süresinin 40-30 gün arasında değişeceği, ortalama stokta kalma süresinin 11-13 gün arasında değişeceği ve ortalama borç süresinin 142,7-153,6 gün arasında değişeceği varsayılmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından Türkiye 5 yıllık tahvil faizinin (TRT110226T13) oranı olan %18,38'in risksiz getiri oranı olarak kullanılması uygun olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** BİST'deki genel eğilim, Şirketin düşük borçluluk yapısı ve Aswath Damodaran'ın çalışmaları da göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak %6 oranının kullanılması uygun görülmüş olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Borsa İstanbul'da yapıları ilk halka arzlarda halka arz edilen şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Değerlemede muhafazakar davranmak adına VBT Yazılım için de Beta 1 olarak hesaplanmaya dahil edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmıştır.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %24,38 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi sonrası borçlanma maliyeti %10,76 olarak kullanılması uygun görülmüş olup tarafımızca makuldür.

- **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve öz kaynak toplamına oranı olarak %18,55 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %21,86 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerine 65.912.799 TL net nakit eklenerek 258.809.076 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri
İNA	60%	258.809.076
Çarpan Analizi	40%	391.500.248
Ağırlıklandırılmış Değer		311.885.545
Ödenmiş Sermaye		20.000.000
Pay Başı Değer (TL)		15,59
Halka Arz İskontosu		20,00%
Halka Arz Fiyatı (TL)		12,48

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %60, çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerine %40 ağırlık verilmiş ve %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 12,48 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,00'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- VBT Yazılım'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. VBT Yazılım özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Metro Yatırım tarafından VBT Yazılım'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Ana Pazar ve Bilişim Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte yurt dışı benzer şirket çarpan analizinin de hesaplamada kullanılması dahi değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.

- Değerlemede muhafazakar davranmak adına VBT Yazılım için de Beta 1 olarak hesaplanmaya dahil edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmıştır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi %40 ve İNA'ya %60 ağırlık verilmiş olup Çarpan Analizi ile hesaplanan değer İNA'dan hesaplanan değer üzerinde olması ve İNA'nın şirketin geleceğe yönelik beklentilerini daha iyi yansıtmaya açısından İNA'dan elde edilen değere daha yüksek ağırlık verilmesinin muhafazakar tarafta kalmak açısından doğru olduğu kanaatindeyiz.
- Uygulanan %20,00'lük iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak VBT Yazılım'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20,00 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 12,48 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.